

## 中航沈飞 (600760.SH) 前三季度业绩超预期增长, 看好沈飞长期基本面

2020年11月03日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

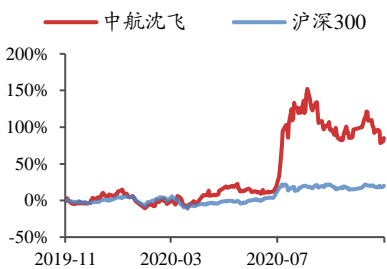
段小虎 (分析师)

duanxiaohu@kysec.cn

证书编号: S0790520020001

日期	2020/11/3
当前股价(元)	53.90
一年最高最低(元)	78.70/25.00
总市值(亿元)	754.81
流通市值(亿元)	214.80
总股本(亿股)	14.00
流通股本(亿股)	3.99
近3个月换手率(%)	321.43

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-沈飞 2020Q1 业绩瞩目, 激励解锁年有望迎高光时刻》-2020.5.4

《公司首次覆盖报告-“3.8 亿补助 型号采购” 驱动成长, 沈飞极具估值吸引力》-2020.3.17

### ● 看好战略空军装备跨代建设带来的战机需求释放, 维持“买入”评级

F-35 大量部署印太地区威胁中国安全, 且中国战机相比以美国为代表的军事强国存在较大数量及代次差距; 公司在产多款战机主力型号有望受益战略空军装备跨代建设实现快速增长。我们上调预测 2020/2021/2022 年 EPS 为 1.05(+0.05)/1.06(+0.15)/1.19(+0.09) 元, 当前股价对应 PE 为 52/51/45 倍, 维持“买入”评级。

### ● 前三季度扣业绩较快增长, 考虑政府补贴业绩大幅上升

1) 前三季度营收 189.1 亿元 (+19.0%), 归母净利润 11.6 亿元 (+87.2%), 扣非归母净利润 7.6 亿元 (+27.6%); 其中 Q3 营收 73.2 亿元 (+59.0%), 归母净利润 3.1 亿元 (+64.7%); 前三季度营收/归母净利润增长主要因销售产品增加及收到政府补助增加; 2) 毛利率 9.28% (+0.47pct), 盈利能力小幅改善; 3) 费用率方面: 销售费用率 0.03% (-0.02pct), 基本保持稳定; 管理费用率 3.23% (-0.63pct), 主要因上半年职工薪酬、会议费、业务招待费减少; 财务费用率 -0.21% (+0.17pct), 主要因利息收入增加所致; 研发费用率 0.99% (+0.06pct), 主要系新产品研发投入增加; 4) 资产负债方面: 预付款项、应付票据、应付款项分别较期初增加 40.0%、26.4%、12.0%, 主要因采购增加, 表明生产进度较好。

### ● 中国战机存在较大补缺补强空间, 先进战机批量列装有望推进订单加速释放

美国通过“印太战略”遏制中国意图明显, 根据参考消息, 美国欲加大 F-35 在印太地区部署, 预计 2025 年将超 220 架。中国现役战机与世界军事强国相比, 总量不足、代次落后: 根据《World Air Force 2020》, 2019 年中国战机总量仅为美国 60%, 且以二/三代机为主、四代机初步列装, 而美国全部由三/四代机组成。公司是中国歼击机的摇篮, 重点在产机型包括三代机 J-11、J-15 (唯一舰载机)、J-16 (多用途战机主力机型), 在研四代机 FC-31 (新一代隐形舰载机)。建设一流军队已成为国家发展战略, 中国先进战机存在很大补缺补强的空间, 随着航空装备跨代建设的推进, 国产先进战机已进入批产列装阶段, 订单有望加速释放。

● 风险提示: 战斗机订单获取速度不及预期, 新型项目研发进展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,151	23,761	27,921	33,207	38,958
YOY(%)	3.6	17.9	17.5	18.9	17.3
归母净利润(百万元)	743	878	1,464	1,490	1,662
YOY(%)	5.2	18.1	66.8	1.8	11.5
毛利率(%)	9.1	8.9	9.2	9.5	9.9
净利率(%)	3.7	3.7	5.2	4.5	4.3
ROE(%)	9.1	9.4	12.7	12.3	12.0
EPS(摊薄/元)	0.53	0.63	1.05	1.06	1.19
P/E(倍)	101.6	86.0	51.6	50.6	45.4
P/B(倍)	9.6	8.7	7.6	6.6	5.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	21981	22755	29392	31427	39156
现金	9315	7568	11900	10163	15134
应收票据及应收账款	2387	4080	3520	5518	5085
其他应收款	12	9	15	14	20
预付账款	486	578	672	815	930
存货	9771	10486	13252	14883	17953
其他流动资产	10	34	34	34	34
<b>非流动资产</b>	6458	6469	7486	8307	9101
长期投资	440	411	363	315	261
固定资产	3368	3663	4645	5391	6014
无形资产	1022	988	1070	1169	1327
其他非流动资产	1629	1406	1407	1433	1499
<b>资产总计</b>	28439	29224	36878	39735	48257
<b>流动负债</b>	19284	19055	25634	27151	34192
短期借款	224	34	34	34	34
应付票据及应付账款	8771	10893	12150	15161	16714
其他流动负债	10290	8129	13451	11956	17444
<b>非流动负债</b>	951	846	808	748	684
长期借款	450	450	412	351	287
其他非流动负债	501	396	396	396	396
<b>负债合计</b>	20236	19901	26442	27898	34875
少数股东权益	341	634	494	456	406
股本	1400	1400	1400	1400	1400
资本公积	6140	6154	6154	6154	6154
留存收益	395	1273	2517	3861	5322
<b>归属母公司股东权益</b>	7863	8688	9942	11380	12976
负债和股东权益	28439	29224	36878	39735	48257

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	20151	23761	27921	33207	38958
营业成本	18319	21647	25367	30066	35090
营业税金及附加	34	38	101	78	90
营业费用	15	10	14	17	39
管理费用	758	778	916	1033	1505
研发费用	172	218	335	332	390
财务费用	-88	-65	26	7	1
资产减值损失	68	-64	9	2	-3
其他收益	24	44	375	20	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-33	-34	-20	-20	-25
资产处置收益	0	-2	-9	-11	-5
<b>营业利润</b>	865	1015	1500	1662	1847
营业外收入	1	1	29	14	11
营业外支出	1	2	4	3	3
<b>利润总额</b>	864	1014	1524	1673	1856
所得税	119	133	201	220	244
<b>净利润</b>	746	881	1324	1453	1611
少数股东损益	2	3	-140	-38	-51
<b>归母净利润</b>	743	878	1464	1490	1662
EBITDA	1136	1387	1756	2012	2294
EPS(元)	0.53	0.63	1.05	1.06	1.19

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.6	17.9	17.5	18.9	17.3
营业利润(%)	9.8	17.4	47.7	10.8	11.2
归属于母公司净利润(%)	5.2	18.1	66.8	1.8	11.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.1	8.9	9.2	9.5	9.9
净利率(%)	3.7	3.7	5.2	4.5	4.3
ROE(%)	9.1	9.4	12.7	12.3	12.0
ROIC(%)	6.0	7.4	10.0	9.6	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	71.2	68.1	71.7	70.2	72.3
净负债比率(%)	-99.2	-71.8	-105.0	-78.3	-106.8
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	9.7	7.3	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.63	1.05	1.06	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	-0.82	4.32	-0.08	4.80
每股净资产(最新摊薄)	5.61	6.20	7.10	8.13	9.27
<b>估值比率</b>					
P/E	101.6	86.0	51.6	50.6	45.4
P/B	9.6	8.7	7.6	6.6	5.8
EV/EBITDA	59.6	50.1	37.0	33.1	26.9

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	235	-1148	6056	-119	6718
净利润	746	881	1324	1453	1611
折旧摊销	508	568	508	655	805
财务费用	-88	-65	26	7	1
投资损失	33	34	20	20	25
营运资金变动	-1087	-2747	4170	-2265	4270
其他经营现金流	123	181	9	11	5
<b>投资活动现金流</b>	-590	-534	-1553	-1508	-1630
资本支出	612	561	1065	870	847
长期投资	19	24	48	52	54
其他投资现金流	41	51	-440	-586	-729
<b>筹资活动现金流</b>	423	-62	-171	-109	-118
短期借款	5	-190	0	0	0
长期借款	0	0	-38	-61	-64
普通股增加	3	0	0	0	0
资本公积增加	71	15	0	0	0
其他筹资现金流	344	114	-133	-49	-54
<b>现金净增加额</b>	66	-1744	4331	-1736	4970

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn